

조선업

고래싸움에서 이기는 새우

이지니 jinlee@daishin.com

투자의견

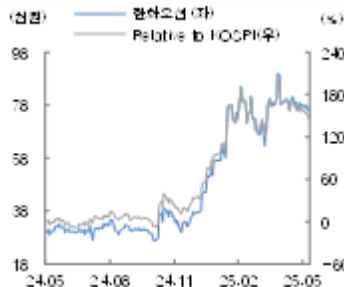
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한화오션	BUY	100,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	17.8	76.7	172.4
상대수익률	-1.3	20.6	70.5	186.0



- 군함시장 확장에 따라 조선업 호황 장기화 예상
- 미국의 해운력 강화는 연해해전 발전 양상과 함께 선대 다양화 중
- 미 해군의 수주는 본토 조선소를 인수한 한화오션이 유리할 것

조선 업종에 대한 투자의견 비중확대 유지

글로벌 안보 리스크와 미국 해군력 확장 전략 본격화에 따라 안정적인 상선의 수주잔고를 기반으로 특수선에 대한 수주 기대감이 조선업 호황을 장기화 시킬 것으로 전망. 특히 미국이 자국 내 전투함 중심 생산을 고수하면서 상선·지원함·MRO 분야에서 한국 조선업체와의 협력 기회가 구조적으로 확대되고 있음. 그에 따라 조선업종에 대한 투자의견 비중확대 유지

미국의 해운업 강화는 한국 조선업의 새로운 모멘텀

미국의 해운업 강화에 대한 의지는 중국의 해군력 급성장과 동아시아에서의 분쟁 가능성 고조 때문. 대만해협, 중국 인근 연안, 그리고 호르무즈 해협 등 전략 요충지에서의 충돌 가능성이 높아지고 있음. 미국은 항모 중심의 원거리 투사 전략에서 유인/무인 함정 혼합체계로 전환하려 함. 해군력 강화는 민간(상선) 부문의 회복을 기반으로 동시에 함정 생산성 역시 복구하려는 의도로 판단

연해해전의 발전 양상과 그에 따른 함정시장의 변화

기존 대양 중심 해전에서 연안, 도서, 협수로 기반의 연해해전은 좁은 해역에서의 고속 기동, 장거리 타격, 다차원 정찰이 핵심임. 이를 위해 유무인 복합체계와 다양한 함정 플랫폼의 대량 생산이 요구됨. 미국은 이와 같은 수요에 대응하기 위해 소형 고속정, 무인 수상정, 수직 발사 미사일 플랫폼 등 분산형 전력이 중요해지고 있음. 따라서 고정식 항모 위주의 기존 전략보다는 기동성·공격형 중심으로 함정 체계 확대 예상. 특히 효율성과 자동화를 기반으로 운영되는 한국 조선소의 경쟁력이 미국 조선소의 생산성 향상에 도움을 줄 것으로 판단

미국의 조선업, 가장 가깝게 서있는 한화오션

미국 내 군함은 법적으로 자국 조선소에서만 건조가 허용되나, 군수지원함, 군함 정비·보수, 일부 블록 조립 등은 외주 또는 제3국으로부터 조달 가능. 미국은 생산능력 한계, 숙련공 부족, 부품 병목현상 등 병렬 건조 구조상 한계를 보완하기 위해 기술력 있고 신뢰 가능한 파트너가 필요함

한화오션은 미국의 폐쇄적인 군함시장에 맞춰 본토 조선소를 인수해 함정시장에 보수적으로 접근. 특히 잠수함의 경우 보안으로 인해 해외 건조 이력이 없어 미국 조선소에서만 건조되는데 미 해군의 수요 대비 공급이 부족한 상황. 한화오션은 미국 내 거점을 공격적으로 확보하는 행보를 보여 높은 가능성으로 미 해군의 수주를 받을 수 있을 것으로 전망

1. 두 고래의 싸움

미국은 왜 해군력을 키우려고 하는가

미국의 눈은 중동에서
아시아로 움직임

9·11 테러 이후 미국은 중동 지역에 외교·군사 자원을 집중해왔다. 이라크와 아프가니스탄 전쟁은 미국의 대테러 전략의 상징이었으나, 점차 전쟁에 대한 피로감과 전략적 비효율성이 드러났다. 트럼프 행정부는 2020년 2월 탈레반과 도하합의를 체결하며 철군을 결정했고 바이든 대통령은 2021년 실제 철수를 단행해 20년에 걸친 중동 개입에 종지부를 찍었다. 부시, 오바마, 트럼프, 바이든까지 4명의 대통령을 거친 후였다.

아프간 철수 이후 미국의 전략적 군사 시선은 아시아, 특히 동북아로 급격히 이동했다. 중국의 군사굴기와 더불어 대만 해협으로의 도발, 북한의 핵무기 위협, 인도-파키스탄 국경 분쟁 등 인접 국가간의 첨예한 대립이 격화되었기 때문이다. 중국은 해군력 증강과 남중국해 군사기지 건설을 통해 군사굴기를 추진 중이다. 특히나 해군력은 미국이 좌시하지 못할 수준으로 성장했다. 2022년 이후 중국은 대만 인근에서 대규모 군사훈련을 반복하며 현재까지도 긴장을 고조시키고 있다. 북한은 ICBM 시험발사와 핵 프로그램 고도화로 지속적 위협을 가하고 있고, 인도-파키스탄은 2019년 폴와마 테러 이후 국경 충돌이 잦다.

이와 같은 지역 간 충돌로 인해 미국의 인도-태평양 전략 내 동북아의 전략적 비중을 높이고 있다. 동북아 내에서 군사적 충돌이 잦은 지역의 지형은 해안선 노출이 높기 때문에 특히 영해 분쟁이 빈번하여 해양 전략자산의 중요도가 높아지고 있다. 이에 따라 여러 국가들의 해군 준비태세는 단순한 병력 주둔보다 연해 해전(Littoral Warfare)에 대비한 함정 운용 전략으로 해양 안보 패러다임을 전환하고 있다. 이러한 패러다임의 전환은 해상작전의 양상이 해상에서 전개하는 전투보다 해양에서 육지로 군사력을 어떻게 투사하는지가 더욱 중요해졌음을 시사한다. 연해해전은 해상, 지상, 공중, 우주, 사이버 공간에서 벌어지는 다차원 복합전이 되어 최종적인 승패를 결정짓는 전쟁의 본체가 되었다.

그림 1. 분쟁 지역 위치



자료: Inloplease, 대신증권 Research Center

해군 준비태세의 변화 – 연해해전

해군 준비태세가
연해해전으로 전환됨

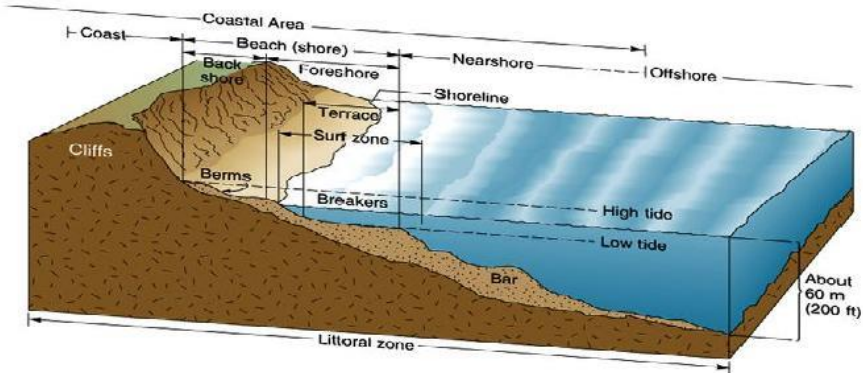
연해는 적의 영토와 근접한 해역으로 다양한 위협이 복합적으로 작용하는 고위험 지역을 뜻한다. 이 지역은 적의 해안포, 대함유도탄, 항공기 등 지상 기반 무기체계의 직접적인 영향을 받을 수 있는 범위 내에 있으며, 대양과는 달리 지형적 제약과 기상 변화, 해상교통 밀집 등으로 인해 전장환경이 훨씬 복잡하고 제한적이다.

연해해전(Littoral Warfare)으로의 패러다임 전환은 해상 작전의 초점이 변화함에 기준을 둔다. 기존 해양 위에서의 전투(대양 해전, Open Ocean Navel Warfare)에서 벗어나 해양을 통해 육지로 군사력을 어떻게 효과적으로 투사하는지가 쟁점이 된 것이다.

기존 해군력의 중심은 항공모함과 이지스 시스템 등 대형 고성능 플랫폼 중심의 대양해전 대비 체계였다. 그러나 냉전 종식 이후 실제 대양해전 사례는 전무하며, 해상작전의 패러다임은 점차 지상과 인접한 연해지역에서의 군사력 투사로 이동 중이다. 연해는 지형·기상적 제약뿐 아니라, 적 해안에서 운용되는 대함유도탄, 해안포, 항공기 등의 직접 위협이 집중되는 고위험 지역으로, 전통적인 대형함 위주의 전력구성이 작전 효율성과 생존성 측면에서 한계를 드러내고 있다.

함정 입장에서는 이러한 연해 환경에서 생존성과 기동성을 확보하는 것이 중요한 과제로 부상하며, 소형 고속유도탄정, 어뢰정과 같은 비대칭적 해양 전력의 기습 공격 가능성도 무시할 수 없다. 향후 바다 위에서의 현대전은 단순한 함정 간 교전이 아니라 해양 공간을 활용한 전략적 거점 확보와 지상 작전의 지원 능력으로 확대될 것이다. 따라서 연해해전은 단순한 화력 경쟁을 넘어, 정찰, 전자전, 지상-해상-공중 통합작전 등 복합적인 능력을 요구하는 새로운 해상전 패러다임으로 자리잡고 있다.

그림 2. 연해의 범위



자료: Defencyclopedia, 대신증권 Research Center

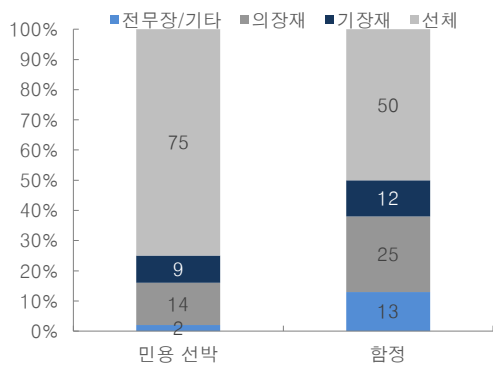
해군 준비태세의 변화 – P 보다는 Q에 집중

함정은 상선의 가격
논리와는 별개로 움직
이는게 정론

해군의 준비태세가 연해해전으로 전환되면서, 해군 전력 구성의 방향성과 함정 획득 방식에 근본적인 변화가 나타나고 있다. 경제성이 중요시 되는 상선과는 달리 함정은 기술 개발과 성능에 초점을 두기에 가격 경쟁력에 이와 같은 변화는 함정 설계 철학뿐만 아니라, 국방예산의 구조와 운용방식에도 중대한 시사점을 제공한다.

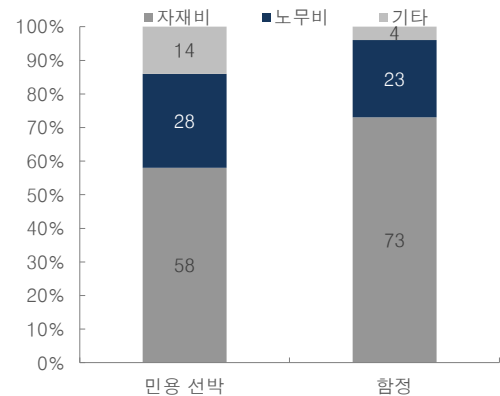
함정은 여전히 민간 상선과 달리 고도화된 설계와 고가 무장을 요구하며, 대규모 인력 탑재가 불가피한 구조적 특성을 지닌다. 따라서 일반적인 비용 효율성 논리가 적용되기 어려운 분야였다. 그러나 최근 미국 해군은 함정 획득체계 전반을 재정 의하며, 고성능 일련도의 개발방식에서 벗어나 경제성과 획득 유연성을 중시하는 전략으로 선회하고 있다. 이는 냉전 이후 지속된 국방예산의 상대적 축소, 그리고 수상함 수량 측면에서 중국과의 격차를 극복하기 위한 대응 전략으로 해석된다.

그림 3. 함정 및 민용선박 경하중량 구성 대비



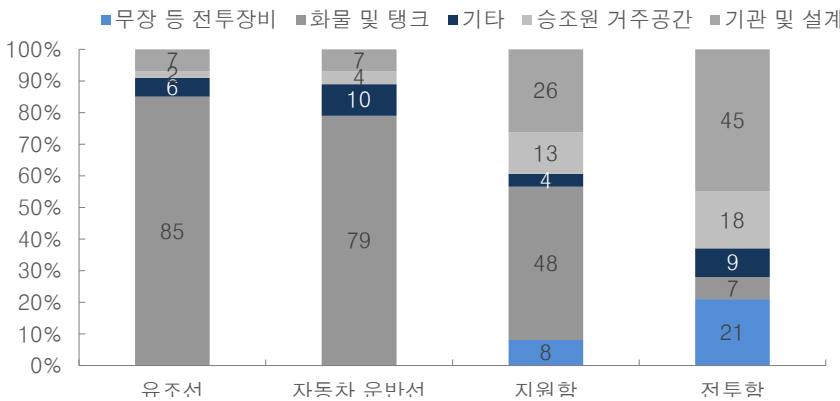
자료: 대한조선학회, 대신증권 Research Center

그림 4. 함정 및 민용선박 선가 구성



자료: 대한조선학회, 대신증권 Research Center

그림 5. 함정 및 민용선박 용적 특성 대비



자료: 대한조선학회, 대신증권 Research Center

이제 함정의 가격
역시 중요한 경쟁
요소 중 하나

실제로 미국은 버지니아급 공격형 원자력잠수함과 같은 대형 전략자산에서는 여전히 세계 최고 수준의 전력을 유지하고 있으나, 프리깃, 초계함 등과 같은 중소형 상륙전투함 분야에서는 양적 열세가 두드러진다. 특히 프리깃 전력의 부재는 연해작전 대응에 있어 구조적 취약요소로 지적된다. CBO의 2025년 기준 예산안에 따르면 다른 선형보다도 특히 소형 수상전투함을 2054년까지 68척까지 확대하는 방안을 목표로 하는데, 이는 2024년 계획안보다도 50% 많은 수치이다.

연해해전에 대비한 해군의 준비태세 전환은 가격·기능 균형을 중시하는 새로운 산업 트렌드로 이어지고 있으나 수요 대비 공급이 받쳐주지 않는 상황이다.

수상함의 해외
건조 여지 있으나

미 해군의 FFG-62(신형 프리깃함) 사업은 시작부터 여러 문제를 겪고 있다. 처음에는 프랑스·이탈리아 해군용 다목적 프리깃함인 FREMM을 기반으로 할 계획이었고, 전체 설계의 85% 정도를 FREMM과 공유할 것으로 예상됐다. 하지만 해군의 여러 요구사항으로 인해 현재는 공통 설계 비율이 15% 수준으로 감소했고, 설계 중량도 2021년의 7,300톤에서 2024년 기준 7,800톤 이상으로 증가했다. 설계는 아직 완성되지 않았고, 2020년에 발주된 첫 함정은 3년 이상 지연되며 2029년 이후에야 실전 배치될 전망이다. 해군은 2025년 계획에서 2031년부터 연간 3척씩 건조할 계획이지만, 현재 건조 중인 Fincantieri 조선소에서는 연 1척 생산이 가능하고, 인프라상 최대 2척까지만 건조 가능하다. 이에 따라 해군과 CBO(미국 의회예산처) 모두 2030년쯤 제2 조선소 투입이 필요하다고 보고 있다.

잠수함은 예외가
없을 것으로 예상

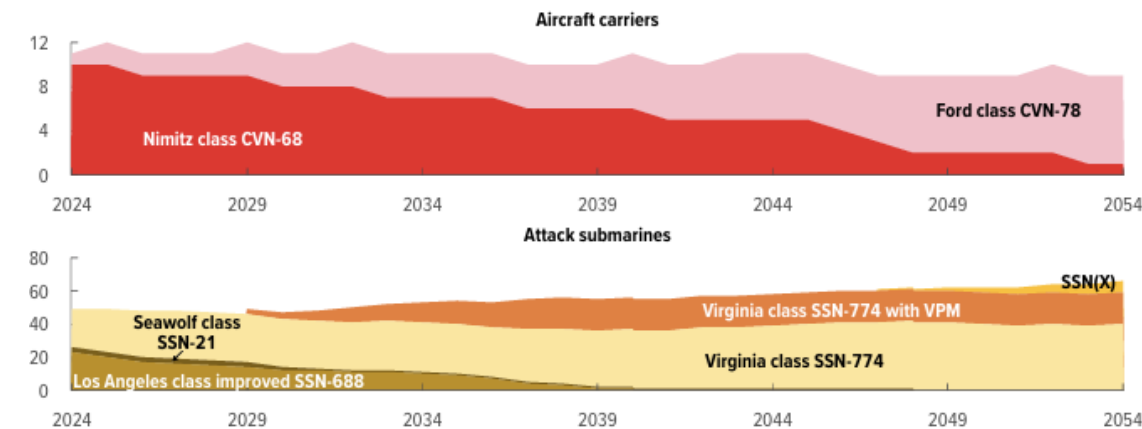
잠수함 역시 Columbia급과 Virginia 급이 동시에 건조되면서 잠수함 공급망이 과부하 되고 있는데 이는 건조지연과 비용 상승, 품질 저하가 주요 원인으로 지목됐다. 다만 잠수함 같은 경우 수상함과는 달리 미국 국가안보 및 핵무기 운반 수단으로서의 전략적 민감성을 지니기 때문에 John’s Act 법의 개정과는 별개로 자국 내 조선소에서만 건조 가능할 것으로 예상된다. 구축함이나 군수지원함, 초계함은 해외 생산 협력 레코드가 있었지만 잠수함만큼은 전무하기 때문이다. 그렇기에 현재 군함 사업을 영위하는 HD현대중공업과 한화오션의 사업 방향이 궤를 달리 하는 것이다.

표1. 중국, 대만, 미국의 함정 보유 수량

함정 종류	중국	대만	미국
항공모함 (Aircraft Carriers)	3	0	11
상륙강습함 (Amphibious Assault Ships)	3	1	9
순양함 (Cruisers)	8	0	9
구축함 (Destroyers)	42	4	76
호위함 (Frigates)	49	22	0
초계함/코르벳 (Corvettes)	50	0	26
중형/탱크 상륙함/수송함	58	51	34
공격형 잠수함 (Attack Submarines)	47	4	66
미사일 고속정 (Coastal Patrol – Missile)	60	43	8
해안경비대/해경 함정 (Coast Guard Ships)	141	170	250+

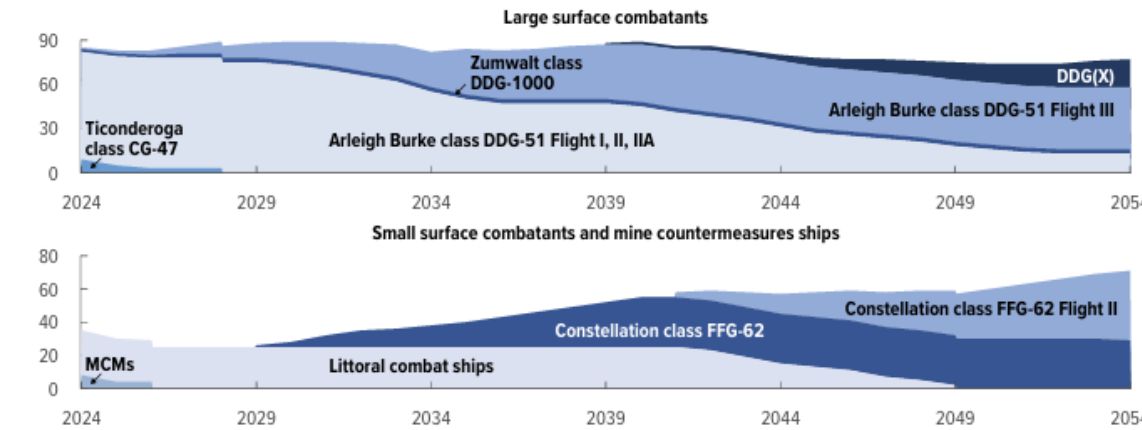
자료: USN, CSIS, 대신증권 Research center

그림 6. Inventories of Selected Categories of Ships Under the Navy's 2025 Plan – 항공모함 및 잠수함



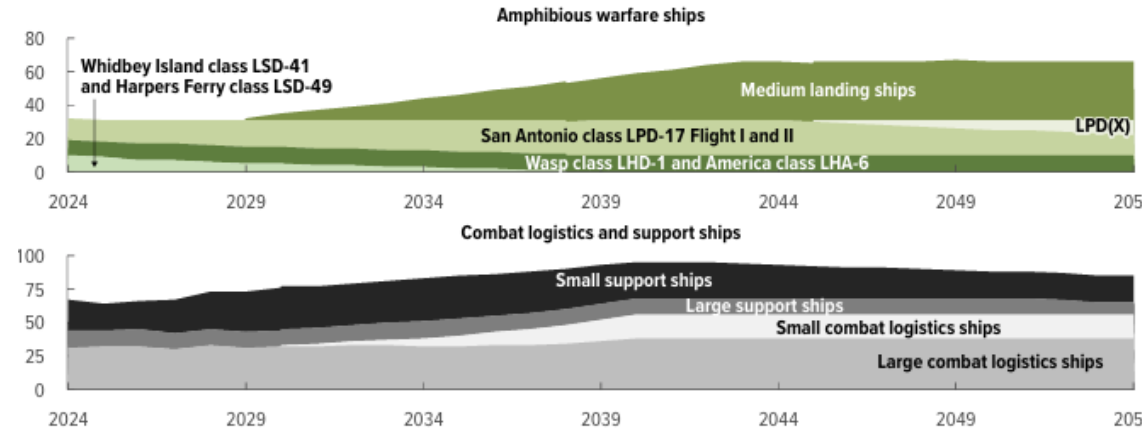
자료: CBO, 대신증권 Research Center

그림 7. Inventories of Selected Categories of Ships Under the Navy's 2025 Plan – 대형 및 중형 수상전투함



자료: CBO, 대신증권 Research Center

그림 8. Inventories of Selected Categories of Ships Under the Navy's 2025 Plan – 상륙전투함 및 지원함



자료: CBO, 대신증권 Research Center

II. 새우의 똑똑한 전략

미 해군의 전략적 전환에 올라타기

미국은 중국의 해군력 급성장에 전략적 위기의식을 느끼고 해양력 회복에 집중하고 있다. 현재 미국의 상선과 군함 생산 역량은 동시에 저하된 상황이며, 이를 극복하기 위해 SHIPS for America Act법을 통해 향후 10년간 250척의 국적 상선을 건조할 계획이다. 이는 전시 공급망 유지 및 국가안보를 위한 조치다.

해군은 2054년까지 유인 전투함 381척, 무인 함정 134척 확보를 목표로 하고 있으며, 이를 위해 매년 전투함 9.8척, 지원함 2.4척의 건조가 필요하다. 그러나 현재 미국의 조선 능력은 중국의 3분의 1 수준에 그치며, 상선 건조량은 중국의 232분의 1에 불과하다. 더불어 해군 함정의 평균 수명이 30~50년에 달해 노후화 문제가 심각한 상황이다. 이에 미 해군은 무인 전투함 도입과 함께 건조 예산을 대폭 확대하고 있으며, 2025년 기준 324억 달러를 배정했다. 군함은 미국 해군 규정상 자국 내에서만 건조할 수 있지만, 군수지원함 등은 외부 조달 여지가 있는 만큼 동맹국과의 협력 가능성이 커지고 있다. 미국은 해군력과 민간 조선산업을 동시에 재건하려는 이중 전략을 세우고 있다.

그림 9. 글로벌 조선산업에서 미국이 차지하는 생산량은 0.1%



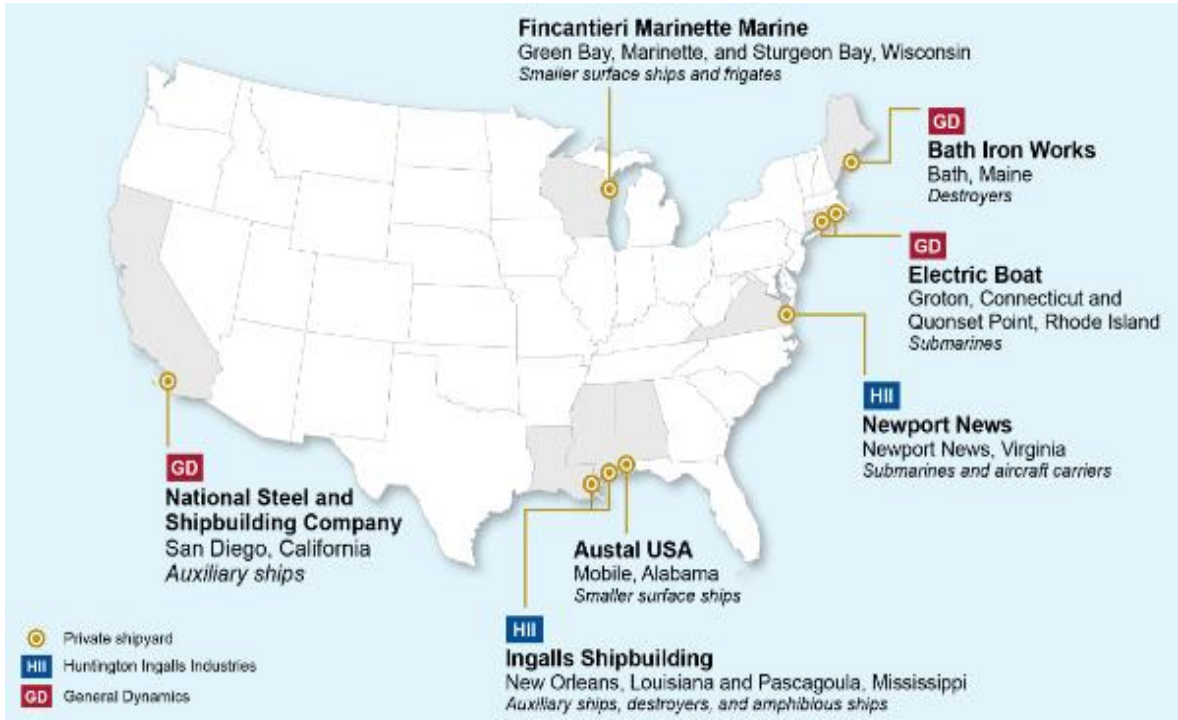
자료: CSIS, 대신증권 Research Center

표2. 미국 내 군함 건조 가능 조선소

조선소	주요 건조함정	기술역량 및 특징	전략적 역할
Huntington Ingalls Industries (HII)	항공모함, 강습상륙함, 구축함	미 유일의 핵함모 건조 가능 대형함정 고도 기술 보유	美 해군 전력의 핵심 기반
General Dynamics Bath Iron Works (BIW)	이지스 구축함 (Arleigh Burke 급)	이지스 플랫폼 중심 정밀 선체 제작 기술 우수	미 해군의 주력 수상전함 생산
General Dynamics Electric Boat (EB)	핵잠수함 (버지니아급, 콜롬비아급)	원자력 추진 시스템 고정밀 잠수함 모듈 설계 및 조립	전략 핵전력의 잠수함 부문 독점 생산
Austal USA	LCS(경량 전투함), EPF(고속수송선)	알루미늄 기반 함체 제작 모듈형 설계 특화	경량 전투 플랫폼 및 보조수송함 특화
Hanwha Philly Shipyard	NSM(다목적 훈련수송선), 상선 등	상선 기반 생산 경험 블록, 모듈 생산 가능 한화 인수 후 군수선 확대 중	상선 기반 군수 보조함 생산 가능

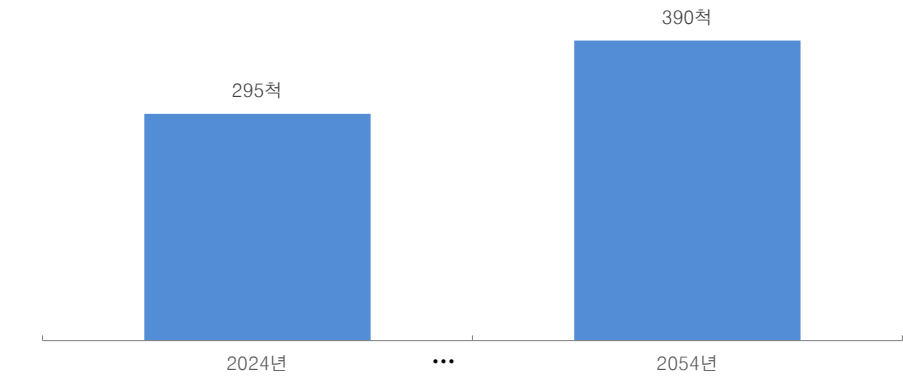
자료: 각사 홈페이지, 대신증권 Research center

그림 10. 미국 내 군함 조선소 위치



자료: CBO, 대신증권 Research Center

그림 11. 미국 해군 함정 보유 목표



자료: CBO, 대신증권 Research Center

미국이 한국이 기대하는 바

우선, 미국 해운산업의 몰락은 단순한 민간 경쟁력 저하가 아닌 구조적 정책 실패와 안보 전략의 후퇴에서 기인했다. 냉전 이후 해군 함정 수요가 급감하면서 민간과 군수 조선업 모두 수요 기반을 잃었고, 상업선 시장은 인건비와 생산성이 높은 한국, 중국 등으로 중심이 옮겨갔다. 동시에 미국은 조선업의 디지털화나 자동화에 충분히 투자하지 않았고, 국내 인력 양성 시스템 또한 붕괴되며 경쟁력을 완전히 상실했다. 이에 따라 현재 미국은 상선 건조 역량뿐 아니라, 해군 함정의 생산 속도와 유지보수 역량에서도 중국에 크게 뒤처져 있다.

이 같은 배경 속에서 미국은 자국 해운·조선산업의 부흥을 국가 전략 차원에서 재구성하고 있다. 대표적으로 ‘SHIPS for America’ 법안을 통해 향후 10년간 250척의 상선을 미국 조선소에서 건조할 계획이며, 군함 분야에서는 유인 전투함과 무인 플랫폼을 포함한 전력 확대를 추진 중이다. 그러나 이는 단순히 예산 투입만으로 해결될 문제가 아니다. 병목 현상이 심각한 공급망, 숙련 노동자의 부족, 고비용 비효율 구조는 외부의 협력 없이는 극복이 어렵다.

표3. SHIPS for America ACT

항목	내용
법안 명칭	SHIPS for America Act (Supporting the Health of the Industrial Base and Preserving Shipbuilding Act)
도입 목적	미국 조선산업 재건, 국적 상선 확보, 전시 공급망 보장, 국가안보 강화
추진 배경	- 중국 조선해운 주도권 확대에 대한 우려 - 미국 상선(민용)시장의 쇠퇴에 따라 미 해군력과 민간 해운력 동시 약화 - 공급망 취약성 노출 (COVID-19, 우크라이나 전쟁 등)
주요 목표	- 향후 10년간 250 척의 미국 국적(flag) 상선 건조 - 미국 조선소 활성화 및 고용 창출 - 전시 및 비상 상황 대비용 해운 역량 강화
적용 범위	- 상업용 상선(화물선, 유조선 등) - 미국에서 건조되고 미국에서 등록된 선박 - 우선순위: 탄소중립 선박, 해양안전 필수선박 - 미국 조선소에서만 건조
건조 요건	- 미국 기업(해운/선주)이 소유·운영 - 상선 선원(승조원)을 미국 노동자로 고용하도록 권장
예산 및 재정지원	- 정부 보조금, 세제 혜택, 선박금융 보장 프로그램 제공 - 해양행정청(MARAD) 중심으로 자금 집행
연계 정책	- Tanker Security Program - Maritime Security Program - 해운법 개정(Merchant Marine Act 강화)
우방국 협력 여지	- 군수지원함·MRO·부품 조달 등 일부 외주 가능 - 한국 조선소와의 MRO 협력 가능성 확대 중
Updated (2025 기준)	- 관련 예산 일부 배정 - 해운업계 및 조선업계 협의 중 - 입찰 준비 단계에서 일부 RFP(제안 요청서) 발송 중

자료: Arizona Senator Mark Kelly ‘SHIPS for America ACT’, 대신증권 Research Center

이 지점에서 미국은 한국과 같은 동맹국에게 전략적 협력 파트너로서의 역할을 기대한다. 한국은 세계 최고 수준의 상선 및 군수지원함 건조 능력을 갖추고 있으며, 정비·MRO 기술력 또한 입증된 바 있다. 미국이 자국 내 군함은 법적으로 미국에서만 건조하도록 제한하고 있음에도, 군수지원함이나 일부 보조함정에 대해 외부 조달 가능성을 열어둔 이유는 바로 이 같은 기술적 신뢰와 산업 연계 가능성 때문이다. 나아가 미국은 한국의 ‘빠르고 정확한 대형 선박 생산 시스템’을 참고해, 자국 조선업의 디지털 전환 및 자동화 개선에 벤치마킹하려는 의도도 내비치고 있다.

결과적으로 미국이 해운산업의 부활을 성공시키기 위해서는 단지 국내 산업 부활만이 아니라, 우방국과의 기술 공유, 공동 생산, 부품 공급망 재편 등 다층적인 협력이 필요하다. 한국은 이 과정에서 생산 역량뿐 아니라 전략적 파트너로서 역할이 가능하며, 미국 해운·조선산업의 복원 시나리오에서 중심적인 위치를 차지할 수 있다. 따라서 미국은 한국에게 단순한 조달처 이상의 의미를 부여하고 있으며, 이는 향후 조선·방산 산업뿐 아니라 한미 동맹의 산업적 확장성에도 중요한 시사점을 제공한다.

미국 함정 건조 시장은 여전히 ‘존스법(Jones Act)’의 제약을 받으며 외국 조선소의 직접 진출이 제한된 상태다. 해당 법안은 미국 내 항만 간 운송에 투입되는 선박은 건조, 운항, 소유, 승무원 구성 등 모든 측면에서 미국 내 기반을 갖춰야 한다고 규정하고 있다. 현재 법 개정이 일부 심의되고 있으나, 과거에도 반례 사례가 있어 단기간 내 제도가 완화될지에 대한 여부는 불확실하다. 불확실성을 확실히 제거하기 위해서는 현지 조선소 인수 전략을 구사하는 한화오션이 미국의 해운시장 확장 구간에서 가장 기대가 높은 기업이다.

표4. John’s Act 법안

항목	기존 법안 내용	개정 및 논의 방향
법률 명칭	Merchant Marine Act of 1920, Section 27 (일명 Jones Act)	동일 (개정안은 별도 조항 또는 예외 형태로 논의)
핵심 목적	- 해운 자주권 보호 - 미국 내 조선업·해운업 육성 - 국가 안보 목적의 내항 해운 보호	- 공급망 유연성 확보 - 조선 경쟁력 회복 - 우방국 협력 확대 논의
적용 범위	- 미국 내항(미국 항구 ↔ 미국 항구 간) 운송 - 미국에서 건조	동일 (국제 운송은 비적용)
선박 요건	- 미국 국적 등록 - 미국 국민이 소유 - 미국 승무원 운용	일부 완화 논의 중: 특정 유형 선박 (예: LNG 선, 지원선) 외주 허용 여부 검토
조선소 요건	미국 조선소에서만 건조	MRO(정비)나 블록 생산 등 부분 외주 허용 검토
경제 효과	미국 해운업 보호, 하지만 비용 상승과 경쟁력 저하도 지적됨	경쟁력 회복 위한 보조금 및 유연화 정책 병행 논의
최근 이슈	- 자국 조선역량 저하로 해운공급 부족 - 천연가스/LNG 운송용 선박 확보 어려움 - 해양안보와 군수 물류 대비력 약화	- Jones Act 유예 또는 예외 인정 요구 증가 - 해운법 현대화 법안(Maritime Administration Reform 등) 병행 추진
대표 반대 주장	- 운송비 상승 - 제한적 경쟁 환경 - 공급망 경직	- 국가안보, 자립 해운 유지 필요성 강조
대표 지지층	해운노조, 미 조선업계, 방산업계	동일하지만 최근 일부 물류기업 및 에너지 업계는 유연화 주장

자료: US Congressional Research Service, 대신증권 Research Center

한화오션

(042660)

이지니

jin.lee@dashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

100,000

유지

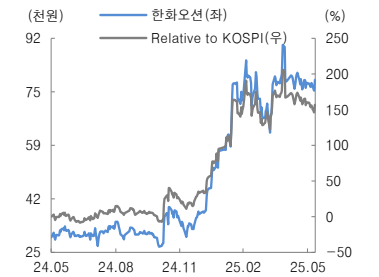
현재주가 (25.06.10)

78,900

조선

KOSPI	2,871.85
시가총액	24,176십억원
시가총액비중	1.09%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	89,900원 / 26,750원
120일 평균거래대금	3,420억원
외국인지분율	12.50%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 6.28% 한국산업은행 15.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	-1.1	148.1	160.4
상대수익률	-11.3	-11.5	108.9	144.9



미국 탐방기

대왕새우

- 동사는 미국 군함시장을 주요 타겟으로 삼는 전략적 행보를 보여줌
- 현지 조선소를 발판 삼아 미 해군 조달 시장에 대한 접근성 확보
- 폐쇄적인 군함시장을 그룹사 간의 협력을 통해 공략하는 방향성이 관건

미국 군함시장을 타겟팅한 전략

SHIPS ACT 재도입 및 250척 상선 건조 계획 등 미국 정부의 산업정책이 군함 수주 모멘텀을 뒷받침. 특히 필리조선소는 현지 생산 조건을 충족하는 전략 자산으로서 미국 방산 조달시장 접근권 확보에 의미를 둠. 동사는 필리조선소 인수, 그룹사의 호주 오스탈 지분 추가 인수로 미국 내 조선소 역량 확장 가능성 확인

한화의 보석함, 필리조선소와 오스탈 조선소

필리조선소는 상선 및 특수선 중심의 건조 실적 보유. 존스법 요건을 충족하는 미국 내 조선소 중 유일하게 대형 선박 연속 생산이 가능해 인수를 통해 기술 이전 및 생산성 향상을 추진 중. 함정 부문에서는 미국 해군의 비전 투입무 함정과 프리깃급 구축함 건조도 가능하며 향후 확장성은 더욱 커질 수 있을 것으로 전망

6/10 한화그룹의 투자법인 HAA의 호주 오스탈 추가 지분 9.9% 획득 절차 중 미국 CFIUS(외국인투자위원회)를 통과함. 향후 남은 절차로는 미국 DCSA(국방방첩안보국)와 호주 FIRB(외국인투자심사위원회)의 승인이 남음. HAA는 동사의 연결 자회사는 아니지만 오스탈은 동일한 사업을 영위하고 있어 향후 미 해군 사업 수주에서 직간접적인 수혜를 받을 수 있을 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,154	14,028	15,064
영업이익	-196	238	1,091	1,169	1,447
세전순이익	-116	181	650	1,081	1,263
총당기순이익	160	528	617	821	960
지배지분순이익	160	528	617	821	960
EPS	757	1,724	2,015	2,681	3,134
PER	33.1	21.7	37.5	28.2	24.1
BPS	20,400	15,858	18,121	21,082	24,531
PBR	1.2	2.4	4.2	3.6	3.1
ROE	6.3	11.5	11.9	13.7	13.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

1. 한화의 보석함 – 필리조선소

필리조선소 개요

현재 미국에 조선소를 인수한 회사는 한화오션이 유일하다. 한화오션은 2024년 12월 미국 펜실베이니아주 필라델피아에 위치한 필리조선소(Philly Shipyard)를 인수하며, 자사 글로벌 전략의 핵심 거점을 북미 시장에 확보했다. 이번 인수는 단순한 생산거점 확보를 넘어, 미국 내 조선 사업자만이 진입할 수 있는 '존스법(Jones Act)' 적용 해양 프로젝트 및 미 해군 조달 시장에 대한 직접적인 접근권을 확보했다는 데서 전략적 의미가 크다.

필리조선소는 과거 해군 전용 조선소(Navy Yard)였던 터를 민간이 인수해 상업선, 훈련선(NSMV), 유조선, 컨테이너선 등을 건조해 온 미국 내 유일한 민간 대형 조선소 중 하나다. 현재까지 약 30척 이상의 선박을 인도했으며, 최근에는 미국 해양청(MARAD)을 위한 국가다목적훈련선(NSMV) 건조를 수행 중이다. 특히 이 선박은 평시에는 해양아카데미 훈련선으로, 유사시에는 인도주의/재난 구호 임무까지 수행할 수 있어 반(半)군사적 목적의 플랫폼으로 분류된다.

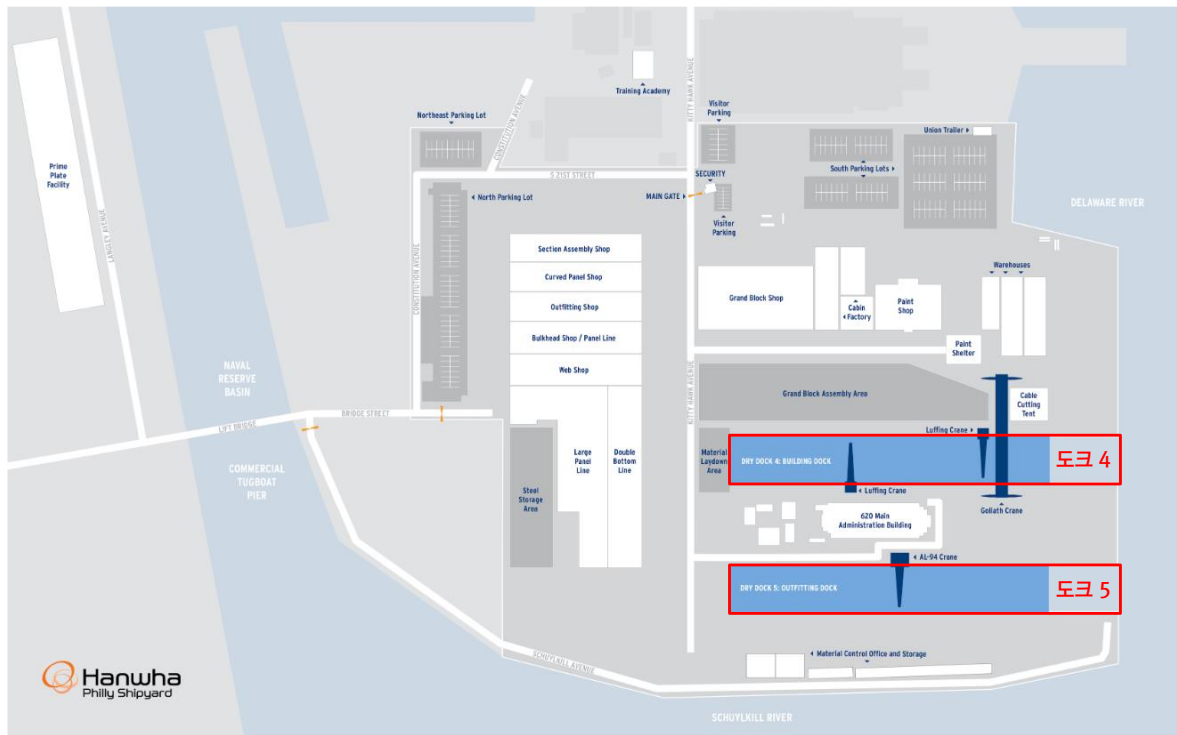
아울러 필리조선소는 현재 2개의 대형 드라이도크를 보유하고 있으며, 연간 2~3척 규모의 대형 상선 및 준군사 선박 건조가 가능하다. 2025년부터는 한화의 설비 자동화 및 인력 재배치를 통해 생산능력 확장을 목표로 하고있다. 기존 인력 1,500명(외주 포함)에서 인력 확장 계획 역시 추진되고 있으며, 이는 미국 현지 고용 창출과 정치적 수용성을 높이기 위한 전략이기도 하다.

현재 필리조선소에서는 미국 해사청(MARAD)이 발주한 NSMV(New State Maritime Vessel) 2척을 건조 중이나, 중장기적으로는 미국 해군의 예비함대(Ready Reserve Fleet) 관련 보조함, 수송함, 군수지원함 등 비전투 임무 함정과 프리깃급 구축함 시장까지도 타깃에 두고 있다. 항공모함 및 순양함을 제외하면 대부분의 수상 전투함정 생산이 가능하다는 점에서, 전략적 생산기지로서의 확장 가능성은 매우 높다.

이번 인수는 미국이 추진 중인 제조업 리쇼어링 정책과 방위산업 기반 강화 기조에도 부합하며, 향후 존스법 개정이 부결됐을 경우에도 한화오션은 그에 구애받지 않는 포지션을 선점했다. 한화오션의 필리조선소 인수는 단기 수익성보다는 중장기 미국 방산시장 진출 교두보 확보에 방점이 있으며, 향후 미국 정부의 국방 획득 정책 변화와 연계해 국내 조선 산업 전반에 미치는 파급효과가 기대된다.

한화오션의 입장에서 볼 때, 필리조선소는 미국 정부 조달 프로젝트에 있어 현지 생산이라는 필수 조건을 충족시켜 줄 수 있는 전략적 자산이다. 향후 미 해군의 잠수함 프로젝트 등에도 간접 또는 직접적인 참여가 가능해지는 기반이 마련된 것이다. 실제로 미국 내 보수 정치권에서는 조선 공급망의 국산화 및 중국 견제를 위해 '한국+미국 협력 모델'을 지지하는 흐름이 포착되고 있어 한화의 필리조선소는 직간접적인 수혜를 받을 것으로 전망한다. 향후 5년간은 미국 내에서 군용/상선 수주 확대를 병행하며, 생산능력 확대와 함께 정치·기술·안보 연계의 융합 모델로 필리조선소를 키워갈 가능성이 크다. 이는 단순한 해외 자산이 아닌, '한화 북미 해양방산 전략의 교두보'로 해석할 수 있다.

그림 12. 한화 필리조선소 전경



자료: Hanwha Philly shipyard, 대신증권 Research Center

표5. 한화 필리조선소의 주요 작업장 및 설비

구역	작업장/설비	세부사항
Prefabrication & ubassembly	Large Panel Line	대형 패널 라인
	Double Bottom Line	이중 바닥 라인
	Web Shop	웹 샵
	Bulkhead Shop/ Panel Line	격벽/패널 라인
	Outfitting Shop	아웃피팅 샵
	Curved Panel Shop	곡면 패널 샵
	Section Assembly Shop	섹션 조립 샵
Building & Outfitting	Grand Block Shop	그랜드 블록 샵
	Cabin Factory	캐빈 공장
	Paint Shop	도장 샵
	Paint Shelter	도장 대피소
	Warehouses	자재 창고
	Cable Cutting Tent	케이블 절단 텐트
	Grand Block Assembly Area	그랜드 블록 조립 구역
Docks & Cranes	Material Laydown Area	자재 임시 보관 구역
	Dry Dock 4	드라이 도크 4
	Goliath Crane	골리앗 크레인
	Luffing Cranes	러핑 크레인
	Dry Dock 5	드라이 도크 5
	AL-94 Crane	AL-94 크레인
Administration	Training Academy	교육 아카데미
	Main Gate / Security	정문 / 보안
	620 Main Administration Building	620 번 행정동
	Material Control Office and Storage	자재 관리실 및 창고

자료: Hanwha Philly shipyard, 대신증권 Research Center

그림 13. NSMV(National Security Multi-Mission Vessel)



자료: Hanwha Philly Shipyard, 대신증권 Research Center

그림 14. 3,600TEU 컨테이너선



자료: Hanwha Philly Shipyard, 대신증권 Research Center

표6. 필리 조선소 건조 이력

Type	Size / Unit	Flag	Built date	Contract Date	Company	Alternative Fuel Types
Container	3,620 TEU	US	2018-10	2013-11-06	Matson Inc	LNG Capable
Container	3,620 TEU	US	2019-03	2013-11-06	Matson Inc	LNG Capable
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2017-03	2014-06-10	American Petroleum	LNG Ready
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2017-07	2015-07-07	American Petroleum	LNG Ready
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2017-11	2015-07-07	American Petroleum	LNG Ready
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2015-12	2013-07-01	Crowley Maritime	LNG Ready
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2016-04	2013-07-01	Crowley Maritime	LNG Ready
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2016-08	2013-08-09	Crowley Maritime	LNG Ready
Chem & Oil	49,828 DWT	US	2016-11	2014-06-10	American Petroleum	LNG Ready

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

표7. 필리조선소 Orderbook

Type	Size	Flag	Built	Contract Date	Company	Alternative Fuel Types
Container	3,600 TEU	US	2026-11	2022-11-03	Matson Inc	Battery Hybrid Propulsion, LNG Capable
Container	3,600 TEU	Unknown	2027-03	2022-11-03	Matson Inc	Battery Hybrid Propulsion, LNG Capable
Container	3,600 TEU	Unknown	2027-11	2022-11-03	Matson Inc	Battery Hybrid Propulsion, LNG Capable
Stone Dump/Fallpipe	15,037 GT	Unknown	2026-09	2021-11-15	GLDD	Battery Hybrid Propulsion, Biofuel

자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

미국 필리조선소 인터뷰 내용

1. 회사 소개 및 운영 현황

한화 필리조선소는 제2차 세계대전 이전부터 존재해온 유서 깊은 조선소로, 미국 내 주요 선박 제작소 중 하나. 과거에는 운영이 거의 중단될 정도로 인력 수가 80명 이하로 줄었던 시기도 있었지만, 현재는 약 1,500명 규모로 회복. 전체 직원의 2/3는 협력업체, 1/3은 자사 직원. 지금까지 32척의 선박을 인도했고, 미국 존스법 시장의 약 50%를 점유. 주요 고객은 Crowley, Matson 등이 있으며 최근에는 다목적 선박(NSMV), 락 설치선(Rock Installation Vessel) 등 복잡한 선박도 제작하여 인도 예정.

한화오션은 필리조선소 인수 직후, 노조와의 기존 단체협약(CBA)을 존중하고 유지하는 결정을 내림. 일반적으로 인수 기업들은 기존의 노사 계약을 재조정하려는 경향이 있으나, 한화는 이를 그대로 인정하며 상호 신뢰 기반을 구축. 이러한 접근은 안정적인 인력 운영뿐 아니라 지역사회와의 관계에서도 긍정적인 시그널로 작용.

2. 인재 양성 프로그램과 안전/조직 문화

한화는 견습생 프로그램을 적극적으로 확대 중. 기존에는 교육 인력 부족이 병목 요인이었지만, 한국에서 숙련된 강사를 파견해 훈련의 질과 속도를 동시에 높이고 있음. 용접 교육 부스를 비롯한 교육 인프라 확대도 병행 중이며, 이 프로그램은 연간 50% 이상 빠르게 성장 중. 견습생 대부분은 지역 출신으로 높은 정착률을 보임. 그에 따라 이직에 대한 가능성이 낮아 장기적으로 감독관급 인재 양성에도 기여함.

조선소는 산업 특성상 안전이 중요한 요소인데, 필리조선소는 10년 이상 업계 평균보다 낮은 사고율을 유지 중. ‘모든 직원이 집으로 돌아간다’는 인사철학을 바탕으로 안전은 단순한 관리 항목을 넘어 조직문화의 핵심 가치로 자리잡음. 리더십 변화와 함께 조직문화도 점진적으로 혁신 중이며, 경영진은 현장 중심의 커뮤니케이션을 강화 중.

4. 생산설비 및 드라이독 확장 계획

현재 필리조선소의 핵심 설비는 드라이독 4번과 5번, 이 중 드라이독 5번은 테스트와 시운전에 사용되고 있으나 향후 신조 건조용으로 재정비할 예정. 이 드라이독의 생산능력을 두 배로 늘리기 위해 5~6년의 투자가 계획되어 있으며, 이를 통해 연간 건조량을 현재 1~1.5척에서 연간 6척까지 확대, 중장기적으로는 10척을 목표로 함.

인수 이후 조선소에는 대규모 자본 투자가 시작되었으며, 2025년 1분기에만 과거 1년 전체보다 많은 금액이 집행됨. 장비 유지보수, 부품 예비재 확보, 자동화 설비 도입 등 실질적인 생산성 향상 항목에 중점이 맞춰짐. 예를 들어, 과거에는 크레인 고장 시 부품 수급까지 수 주 이상이 걸렸지만, 이제는 사전에 부품을 확보해 중단 시간을 최소화하고 있음.

(이어서)

5. 상업용 및 해군 프로젝트 병행 전략

한화필리조선소는 상업용과 군용 선박 모두에 대응할 수 있는 조선소로 전환 중. 기존 상업선 중심의 효율적인 생산 방식은 미 해군 프로젝트에도 적용 가능. 향후 군함을 전량 건조하지 않더라도 블록 및 모듈 단위로 주요 방산업체에 공급하거나 보급함·케이블 부설선 등 다양한 군수 지원선 제작에 참여할 계획.

6. LNG 선박 시장 진입 가능성

미국 내에서 아직 건조된 사례가 없는 LNG 운반선 분야에도 한화는 진출을 검토 중. 가장 큰 과제는 기술력과 이를 운용할 인력 확보. 인력이 관건이기 때문에 내부에서도 현지 인력 양성을 진행하는 것. 현재 미국 내 LNG 선박 관련 공급망은 부족하기 때문에, 초기에는 한국에서 조달한 부품과 기술력을 활용하되, 점진적으로 현지화도 병행할 계획.

7. 미국 내 정책 환경

미국 내 SHIP ACT 재도입 등 정책적 수요 신호는 한화의 설비투자자에 강한 확신을 제공하고 있다. 정부의 전략적 상업함대 재건, 250척 규모의 해상 수요 증가 등은 장기적 조선소가동률을 높이는 요인이며, 한화는 이러한 기회를 발판 삼아 경쟁력 있는 인프라로 전환 중.

8. 자동화 및 스마트 야드 전략

한화는 필리조선소에 옥포 조선소에서 이미 검증된 자동화 기술을 도입 중. 여름부터 로봇 및 자동화 시스템 적용이 본격화되며, 생산성과 일정 관리 측면에서 성과가 기대됨. 또한, RFID 기반 부품 추적, 디지털 공정 관리, 설계-생산 연계 등 ‘스마트 야드’로의 전환도 병행되고 있음. 이는 장기적으로 데이터 기반의 의사결정과 실시간 품질 관리를 가능하게 할 것.

9. 중장기 확장 및 비전

드라이독 5번 확장을 비롯해 모듈 조립 전용 시설 확보 등 조선소의 중장기 설비 확장은 단기 수익보다는 향후 5~10년을 아우르는 중장기 전략임. 미국 내 조선소 중 이렇게 장기적 관점에서 투자가 이루어지는 사례는 드물며 필리조선소는 기술, 설비, 인재 측면에서 혁신적 조선소로 도약할 기반을 확보 중. 한화는 필리조선소를 단순한 부활을 넘어 미국 내 가장 혁신적인 조선소 중 하나로 키우겠다는 명확한 비전을 가지고 운용할 계획.

II. 한화의 보석함 – 호주 오스탈

호주 오스탈 조선소 지분 인수 관련 업데이트

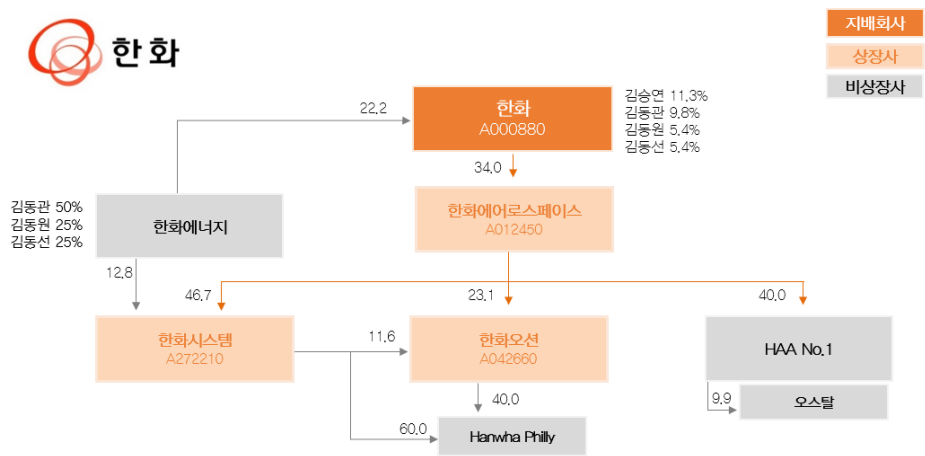
6/10 기준, 미국외국인투자심의회(CFIUS, Committee on Foreign Investment in the United States)는 한화그룹이 호주 조선소 오스탈 지분 19.9% 인수에 대해 최대 100%까지 지분을 취득할 수 있도록 승인했다. 한화그룹의 오스탈 지분 인수를 위한 넥스트 스텝으로 호주외국투자심사위원회(FIRB, Foreign Investment Review Board)의 승인이 남아 있다.

호주 오스탈의 지분을 인수하는 주체는 호주 HAA No.1 PTY LTD(이하 HAA No.1)이다. HAA No.1은 2025년 2월 한화에어로스페이스 100% 출자를 통해 신설되었다. 이후 3월 제3자 배정 유상증자 형태로 한화시스템이 지분을 신규 취득했다.

증자 후 한화시스템과 한화에어로스페이스가 각각 2,027억원(2억 2,020만주), 642억원(6,980만주)을 투자해 증자 후 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%의 지분을 취득하며 HAA No.1은 한화시스템으로 연결 편입 되었다.

HAA No.1은 호주 조선업체 Austal의 지분 9.91%(4,120만주)를 1,687억원에 장외매수 형태로 취득했다. 인수가격은 3/17 종가 3.83호주달러에 16% 프리미엄을 붙여 산정됐다. HAA No.1은 향후 Austal의 추가지분 9.9% 인수를 위해 현지 호주 증권사 Jarden Partners 와 TRS(Total Return Swap) 계약을 체결했다. 호주 상법상 해외투자자가 지분 10% 이상을 확보하기 위해서는 호주 FIRB의 승인을 거쳐야한다. FIRB 승인 획득 시 TRS를 지분으로 전환하여 19.9%까지 지분을 늘릴 예정이다. 만약 승인이 될 경우 20% 이상 지분 확대가 가능하며 20% 이상부터는 의무공개매수이며, 승인 거절 시 금융상품의 형태로 보유해 전환에 대한 행사권한은 HAA No.1에 있다.

그림 15. 한화 지배구조도



자료: Hanwha Philly shipyard, 대신증권 Research Center

오스탈은 1988년에 설립되어 본사는 서호주 Henderson에 위치해 있다. 해외 거점으로는 미국 앨라배마, 필리핀, 베트남 등이 있다. 호주-미국 법인은 연안전투함(LCS), 고속수송함(T-EPF), 원양초계함(OPV) 등을 포함한 소형 함정 중심의 특수선을 건조·수리하며, 필리핀-베트남 법인은 상업용 페리와 군용 선박 하부구조물을 제작한다.

한화그룹은 '23년 한화필리조선소 인수를 바탕으로 미국 시장에 진입했으나, 미국 군함 건조 경력이 없어 라이선스 취득 및 노하우 획득이 필요하다. 이런 상황에서 Austal은 이미 미국 소형 함정 건조 및 서비스·정비 이력을 보유하고 있기 때문에 필리조선소와의 긍정적인 시너지를 만들어낼 수 있을 것이다.

오스탈 인수건이 FIRB 승인을 획득할 경우, HAA No.1의 지분은 19.9%로 현재 오스탈의 최대주주 Tattarang Ventures(17.1%)를 넘어서게 되며, 이사회 진입을 통해 경영권 확보에 나설 것으로 보인다. 한화가 오스탈의 경영권 인수를 완전히 마무리하기 위해서는 호주 FIRB(외국인투자심사위원회), 미국 CFIUS, 미국 DCSA(국방방첩안보국)의 승인을 모두 받아야 한다. 하지만 가장 큰 허들이었던 미국의 CFIUS의 승인을 얻은 현 시점에서, DCSA와 FIRB의 승인에 대한 가능성도 점점 긍정적으로 점쳐지고 있다.

과거 한화그룹이 오스탈 인수 시도한 바 있지만, AUKUS 동맹국이 아닌 한국에 매각하는 것을 문제 삼아 승인이 거부된 바가 있다. 하지만 현재 한화그룹이 필리조선소 인수를 통해 직간접적인 투자를 진행하고 있기 때문에 오스탈 지분 인수에서 긍정적인 영향을 준 것으로 판단한다.

한화오션은 함정 중 잠수함에 강점을 두고 있는 회사다. 현재 오스탈은 '22년부터 약 33억 달러의 미국 해안경비함 사업과 1.5억 달러의 미국 해군사업 등 정부 사업을 수주하고 있다. 미국의 잠수함 모듈 역시 수주 받는 상황이기 때문에 향후 한화그룹의 오스탈 지분 획득 시 잠수함 모듈 수주 부문에서 양사 간의 시너지를 기대해본다.

그림 16. 호주 오스탈의 미국 잠수함 모듈 수주 내역

계약일자	계약금액	계약대상	내용
2023.01	~\$25M	GD Electric Boat	미 해군의 버지니아급 핵잠수함을 위한 구조적 조립 작업 지원
2024.09	\$450M	GD Electric Boat	미국 앨라배마 조선소에 잠수함 모듈 신규 제작 및 조립 시설 구축 잠수함(콜롬비아급 1 대, 버지니아급 2 대) 연간 생산 목표 수립
2024.09	\$152M	US Navy	미국 앨라배마 지역에 추가 기반 시설 및 부지 인프라 확충

자료: Austal, 대신증권 Research Center

그림 17. 글로벌 군함 건조 조선소 Peer Table (단위: 백만달러, 배, %)

Ticker		329180 KS	042660 KS	600150 CH	FCT IM	HII US	ASB AU	7012 JP
Company		현대중공업	한화오션	중국선박공업	핀칸티에리	헌팅턴 잉겔스	오스탈	가와사키
결산월	Period	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y	12/25 Y	06/25 Y	03/26 Y
Price	Local	379,061	241,760	1,354	—	89	26	17,766
Marketcap	USD	27,731	17,678	18,840	5,512	8,949	1,700	12,277
수익률 (%)	1W	5.3	1.2	−1.7	−5.6	2.4	11.7	−2.3
	1M	3.4	−1.1	0.3	21.8	−1.5	18.4	27.9
	3M	38.4	−1.1	−3.0	56.8	15.8	37.6	24.5
	YTD	232.3	160.4	−21.3	233.4	−8.0	155.8	84.4
Sales	24A	10,624	10,624	10,624	10,624	10,624	10,624	10,624
	25E	12,209	9,235	12,659	10,440	11,895	1,132	16,135
	26E	13,456	9,801	14,256	11,068	12,412	1,304	17,161
Operating Profit	24A	517	174	234	224	535	36	241
	25E	1,347	681	1,225	433	651	56	1,032
	26E	1,692	857	1,681	531	747	70	1,183
OP margin	24A	4.9	1.6	2.2	2.1	5.0	0.3	2.3
	25E	11.0	7.4	9.7	4.1	5.5	5.0	6.4
	26E	12.6	8.7	11.8	4.8	6.0	5.4	6.9
Net Income	24A	455.8	387.3	502.0	35.5	550.0	9.8	175.8
	25E	973.0	487.6	1,010.1	155.0	572.6	36.0	632.3
	26E	1,266.1	638.2	1,396.6	228.4	657.3	45.7	734.9
EPS	24A	5.1	1.0	0.1	0.1	12.3	0.0	1.1
	25E	10.8	1.6	0.2	0.4	14.3	0.1	3.7
	26E	14.3	2.2	0.3	0.6	16.1	0.1	4.4
BPS	24A	43.5	10.7	1.6	2.7	119.2	1.9	25.0
	25E	55.6	13.1	1.8	3.3	127.0	2.0	32.3
	26E	67.1	15.2	2.0	3.9	133.1	2.2	35.6
EV/EBITDA(x)	24A	23.1	35.8	31.8	7.8	10.7	8.3	11.5
	25E	17.9	25.7	9.4	10.0	11.4	15.4	10.5
	26E	13.7	19.5	6.2	8.6	10.3	14.1	9.4
PER(x)	24A	41.1	22.7	44.4	50.5	15.4	60.7	33.6
	25E	35.7	15.9	18.6	18.6	39.9	19.6	20.2
	26E	22.1	26.8	13.2	26.4	14.2	35.2	16.8
PBR(x)	24A	4.5	2.4	3.2	2.6	1.6	0.9	1.3
	25E	5.6	4.4	2.3	5.1	1.8	2.0	2.3
	26E	4.6	3.8	2.1	4.4	1.7	1.8	2.1
ROE(%)	24A	11.4	11.0	7.3	5.1	12.6	1.5	4.2
	25E	20.7	13.0	13.4	13.5	12.1	4.6	12.2
	26E	22.9	14.6	16.1	18.3	12.3	5.3	12.9

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,154	14,028	15,064
매출원가	7,310	10,092	11,391	12,137	12,840
매출총이익	99	684	1,763	1,891	2,224
판매비와관리비	295	446	671	721	777
영업이익	-196	238	1,091	1,169	1,447
영업이익률	-2.7	2.2	8.3	8.3	9.6
EBITDA	-50	418	1,266	1,354	1,641
영업외손익	80	-57	-441	-89	-183
관계기업손익	1	15	15	15	15
금융수익	553	697	758	558	489
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-899	-1,172	-1,568	-1,026	-1,059
외환관련손실	366	488	870	265	232
기타	425	403	353	364	371
법인세비용차감전순손익	-116	181	650	1,081	1,263
법인세비용	276	347	-32	-259	-303
계속사업순손익	160	528	617	821	960
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	528	617	821	960
당기순이익률	2.2	4.9	4.7	5.9	6.4
비재배지분순이익	0	0	0	0	0
재배지분순이익	160	528	617	821	960
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	4	4	5	5
포괄순이익	-10	568	662	870	1,014
비재배지분포괄이익	0	0	0	0	0
재배지분포괄이익	-10	568	662	870	1,014

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	757	1,724	2,015	2,681	3,134
PER	33.1	21.7	36.9	27.7	23.7
BPS	20,400	15,858	18,121	21,082	24,531
PBR	1.2	2.4	4.2	3.6	3.1
EBITDAPS	-239	1,363	4,132	4,420	5,354
EV/EBITDA	NA	39.0	22.1	20.7	17.3
SPS	35,085	35,171	42,927	45,782	49,163
PSR	0.7	1.1	1.8	1.7	1.5
CFPS	-3,135	1,156	3,308	3,478	4,272
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	52.4	45.5	22.1	6.6	7.4
영업이익 증가율	적지	흑전	358.7	7.2	23.7
순이익 증가율	흑전	230.0	16.9	33.1	16.9
수익성					
ROIC	21.0	23.7	16.5	9.6	10.8
ROA	-1.5	1.5	6.0	6.1	7.2
ROE	6.3	11.5	11.9	13.7	13.7
안정성					
부채비율	223.4	266.9	235.4	202.9	175.7
순차입금비율	9.9	99.0	85.7	75.4	68.2
이자보상배율	-1.2	1.4	6.4	6.5	7.6

자료: 한화오션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,218	11,246	11,425	12,038	12,867
현금및현금성자산	1,799	588	920	1,111	1,158
매출채권 및 기타채권	332	892	919	946	975
재고자산	2,891	2,780	3,393	3,619	3,886
기타유동자산	4,195	6,986	6,193	6,362	6,849
비유동자산	4,727	6,598	7,216	7,550	7,880
유형자산	4,062	4,648	4,774	4,888	4,993
관계기업투자금	4	324	496	669	841
기타비유동자산	661	1,625	1,946	1,993	2,045
자산총계	13,945	17,844	18,641	19,588	20,746
유동부채	7,459	10,347	10,219	10,026	9,894
매입채무 및 기타채무	1,498	2,048	2,266	2,345	2,440
차입금	486	3,195	3,291	3,390	3,492
유동성채무	64	73	74	76	77
기타유동부채	5,412	5,030	4,588	4,215	3,885
비유동부채	2,173	2,634	2,864	3,096	3,328
차입금	1,665	2,028	2,236	2,443	2,651
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	508	606	628	652	677
부채총계	9,633	12,980	13,083	13,122	13,223
자배지분	4,307	4,859	5,553	6,460	7,517
자본금	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
자본잉여금	2,740	119	119	119	119
이익잉여금	-2,868	236	854	1,675	2,635
기타자본변동	2,899	2,966	3,043	3,129	3,225
비자배지분	5	5	5	6	7
자본총계	4,312	4,863	5,558	6,466	7,524
순차입금	427	4,814	4,761	4,874	5,134

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-1,939	-2,905	-2,259	-2,193	-2,029
당기순이익	160	528	617	821	960
비현금항목의 가감	-822	-174	396	244	349
감가상각비	146	180	175	185	194
외환손익	47	12	210	-188	-146
지분법평가손익	-1	-15	-15	-15	-15
기타	-1,013	-350	27	263	316
자산부채의 증감	-1,195	-3,158	-3,133	-2,883	-2,910
기타현금흐름	-82	-101	-139	-375	-428
투자활동 현금흐름	197	-1,110	-1,213	-941	-949
투자자산	0	-209	-482	-207	-210
유형자산	-130	-372	-295	-295	-295
기타	327	-529	-436	-439	-443
재무활동 현금흐름	2,885	2,803	2,876	2,879	2,882
단기차입금	-454	2,554	96	99	102
사채	0	246	100	100	100
장기차입금	0	108	108	108	108
유상증자	3,619	-2,634	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-280	2,529	2,573	2,573	2,573
현금의 증감	1,140	-1,211	332	191	47
기초 현금	660	1,799	588	920	1,111
기말 현금	1,799	588	920	1,111	1,158
NOPLAT	270	694	1,037	889	1,100
FCF	283	495	912	774	993

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지니)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

(기준일자: 20250608)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화오션(042660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

제시일자	25.06.11	25.05.23	25.05.16	25.05.10	25.05.02	25.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균.%)		(21.62)	(21.20)	(20.70)	(20.42)	(21.30)
과리율(최대/최소.%)		(18.80)	(18.80)	(18.80)	(19.60)	(21.10)
제시일자	25.04.25	25.04.18	25.04.11	25.04.07	25.03.31	25.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균.%)	(16.69)	(17.60)	(20.00)	(23.06)	(24.46)	(25.33)
과리율(최대/최소.%)	(0.11)	(0.11)	(11.00)	(13.78)	(20.44)	(25.00)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						